

インフレ加速を警戒するインド

変異株、金融不安背景に景気下振れリスク

新型コロナウイルスの感染抑制を受けた活動規制の段階的な緩和を主因に、2022年度（22年4月～23年3月）のインド経済は拡大基調が続くと見込まれる。ただし、ウクライナ情勢の緊迫化などを受けた原油高と米国の利上げに伴うルピー安を背景にインフレ圧力が強まる中、成長ペースは緩慢なものにとどまる公算が大きい。また、新たな変異株の出現に伴う感染再拡大リスクや商業銀行の不良債権問題を背景とする金融不安定化リスクなどを踏まえると、当面、景気は下振れリスクが大きい状況が続くと見ておく必要がある。

コロナ禍とインド経済

コロナ禍の発生以降、インド経済は新型コロナウイルスの感染動向に左右される展開が続いている。これまでの感染拡大と景気動向を振り返ると、20年3月下旬、感染が各国に広がる中、インドは医療インフラが脆弱なこともあり、諸外国以上に厳格なロックダウンに踏み切った。オフィスや工場の閉鎖、外出制限、州間の移動

禁止などの措置が取られた結果、景気は急速に悪化し、20年4～6月期の実質GDP（国内総生産）は、前年同期比24%減と過去最大の落ち込みを記録した（図表1）。景気悪化により日々の生活に困窮する人々の栄養状態の悪化や自殺の増加といった社会問題が深刻化したため、政府は感染拡大が続いているにもかかわらず、ロックダウンの緩和に転換した。景気は持ち直しに転じたが、

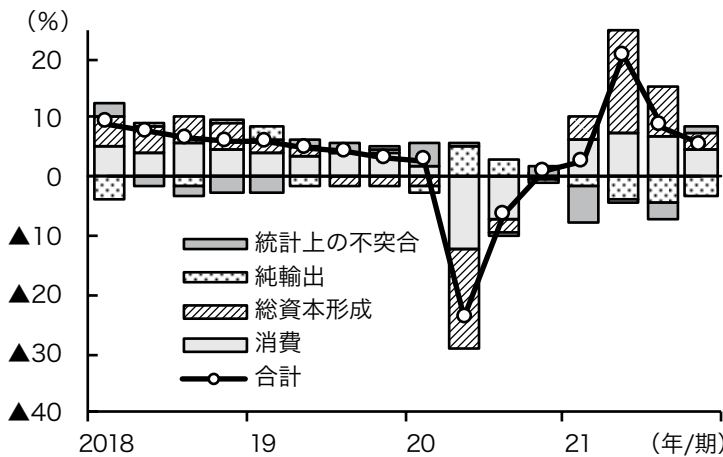
州間の移動が再開されたことにより、衛生環境が悪くかつ人口密度が高いスラム街を中心に、感染が各地で急拡大した（図表2）。その後、政府は景気回復と感染抑制の両立に向けて、感染拡大が深刻な「封じ込めゾーン（Containment Zone）」については厳しい活動制限を設ける一方、それ以外の地域の活動制限を段階的に緩和する方針を打ち出した。その結果、夏場をピーク

日本総合研究所調査部 主任研究員
熊谷章太郎
くまがい・しょうたろう 08年
3月東京大学大学院経済学研究
科修了、同年日本総合研究所入
社。研究分野はタイ・インド経済。
21年7月から現職。

に新規感染者数は減少に転じ、景気の回復基調が強まった。また、21年1月、政府は地場の製薬企業と英国の製薬企業が開発した新型コロナウイルスの緊急使用を許可し、医療従事者と高齢者を優先するワクチン接種プログラムを開始した。これを受けて、21年中にコロナ禍が収束に向かうとの見方が広がった。

しかし、デルタ株の感染急拡大によりこうした期待は裏切られた。1日の新規感染者数と死者数は、5月初頭にかけてそれぞれ約40万人、4千人と、3月の1万人台、100人台から急増した。農村部のPCR検査体制の不備や医療現場の混乱などを理由に、新規感染者数や死者数が正確に捕捉されていなかったことを踏まえると、実際の感染者数と死者数は公式統計の数倍に達する

〈図表1〉実質GDP(前年同期比)



(出所)Ministry of Statistics and Programme Implementation

活動制限の段階的な緩和により景気回復が続くとの見方が広がったが、オミクロン株の出現により状況は再び急変した。日次の新規感染者数が22年1月下旬にかけて約30万人台に急増したことを受けて、新たなウイルスの健康への影響や既存のワクチンの有効性

を再導入した。工場の操業継続は一定の条件下で認められたが、医療向け酸素需要の急増を受けて工業用酸素の供給不足が生じたため、金属製品に関連した製造業は生産停止を余儀なくされた。これらを受けて景気は一時的に悪化したものの、感染拡大の抑制には成功し、新規感染者数は21年半ばにかけて急減した。その後、医療現場の混乱が解消されるとワクチン接種ペースは加速し、累計接種回数は同年末に14億回に達した(図表3)。また、公式統計を大幅に上回る人が新型コロナウイルスに感染した結果、ワクチン未接種者の抗体保有率が高まったため、段階的に活動制限が緩和される中でも感染者数は低水準で推移した。

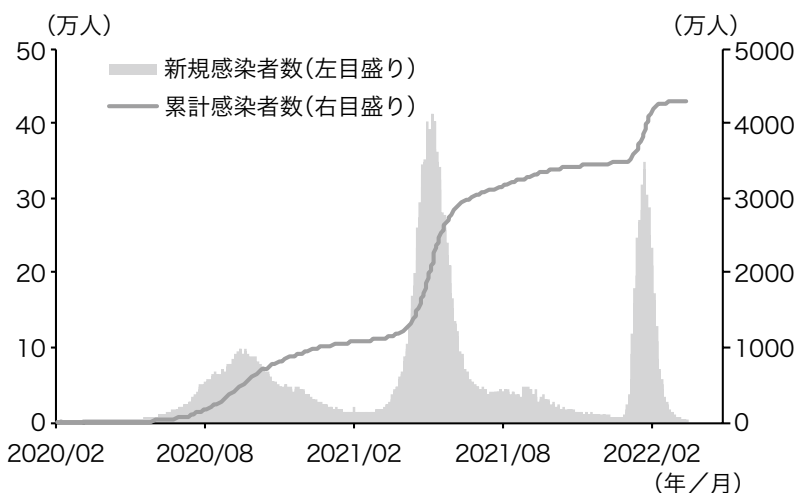
先行きを展望すると、既存のワクチンのオミクロン株に対する発症・重症化予防の有効性が確認される中、政府の活動制限の段階的な緩和を受けて景気は拡大基調が続くと見込まれる。ただし、そのペースは、原油価格と米国の利上げを受けたインフレ動向に大きく左右される。以下を踏まえると、景気拡大ペースは緩慢にとどまる公算が大きい。

まず、原油価格について見ると、昨年来①世界経済の回復②ウクライナ情勢をめぐる緊張の高まり③再生可能エネルギー

が明らかになるまで、各州は再び厳格な活動制限を導入した。昨年の感染拡大局面の経験を踏まえて、感染予防に向けた迅速な対応がとられたことなどを理由に、感染者数は2月下旬にかけて急減し、景気へのマイナス影響も限定的にとどまった。

先行きを展望すると、既存のワクチンのオミクロン株に対する発症・重症化予防の有効性が確認される中、政府の活動制限の段階的な緩和を受けて景気は拡大基調が続くと見込まれる。ただし、そのペースは、原油価格と米国の利上げを受けたインフレ動向に大きく左右される。以下を踏まえると、景気拡大ペースは緩慢にとどまる公算が大きい。

〈図表2〉インドの新型コロナの感染拡大状況

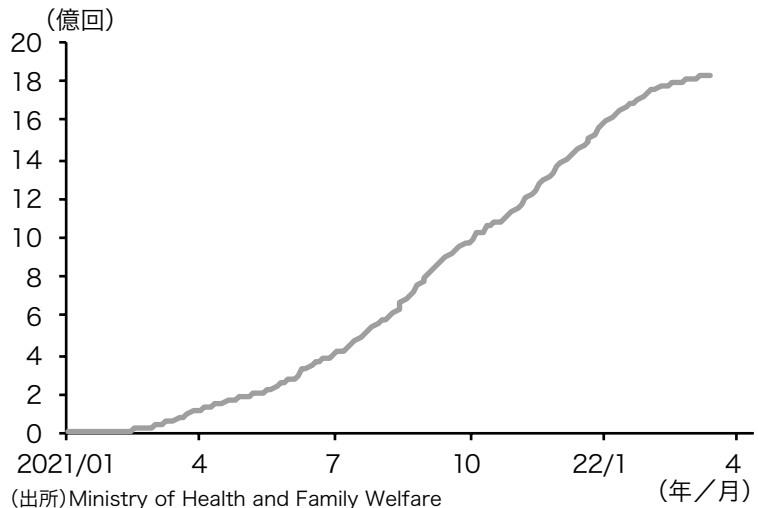


(出所)WHO

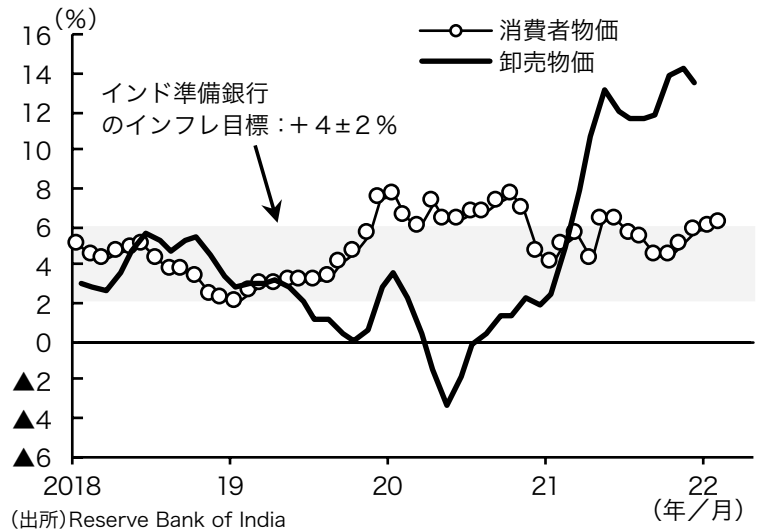
インフレ加速が景気を下押し

の拡大を見据えた原油採掘の縮小を背景に、価格が高騰している。原油価格の代表的な指標となる米国産WTI先物は、3月に一時110ドルと、13年9月以来の高値を記録した。これに伴いデリー首都圏のガソリン価格は過去1年間で約3割上昇しているほか、ガソリン高による輸送コストの上昇を受けて卸売

〈図表3〉インドのワクチンの接種状況



〈図表4〉消費者物価と卸売物価(前年同月比)



物価の前年同月比増は10%台に高まっている(図表4)。22年2月の消費者物価指数は前年同月比6・1%増と既にインド準備銀行の目標(4±2%)の上限を超えている。足元の資源価格の上昇を受けて、消費者物価は年後半にかけて一段と高まっていく公算が大きい。

関係を踏まえると、米国の利上げは、新興国や商品市場への投機的な資金流入を縮小させ、ドル高と原油価格の下落圧力を強める傾向がある(図表5)。しかし、ウクライナ情勢をめぐり緊張が解消されなければ、ドル高が続く中でも原油価格は高止まりを続ける公算が大きい。

相場と物価の安定に向けて、インド準備銀行が米国に追随して利上げすればルピー安を通じたインフレ圧力は軽減される一方、金融機関の貸出金利の上昇などを通じて、耐久消費費や投資が下押しされることになる。さらに、原油高とルピー安は、インフレ対応に向けた追加的な財政支出を政府に迫るため、財政にも悪影響

おける印米間の金利差と為替相場の関係を踏まえると、米国の利上げに伴い金利差が縮小する中で、ルピー安・ドル高圧力が強まる可能性がある(図表6)。ルピー安に伴う輸入物価の上昇は、貿易赤字を通じてルピー安圧力を一段と増大させる。その結果、2010年代前半のようにルピー安とインフレの悪循環に陥れば景気の悪化は避けられない。為替

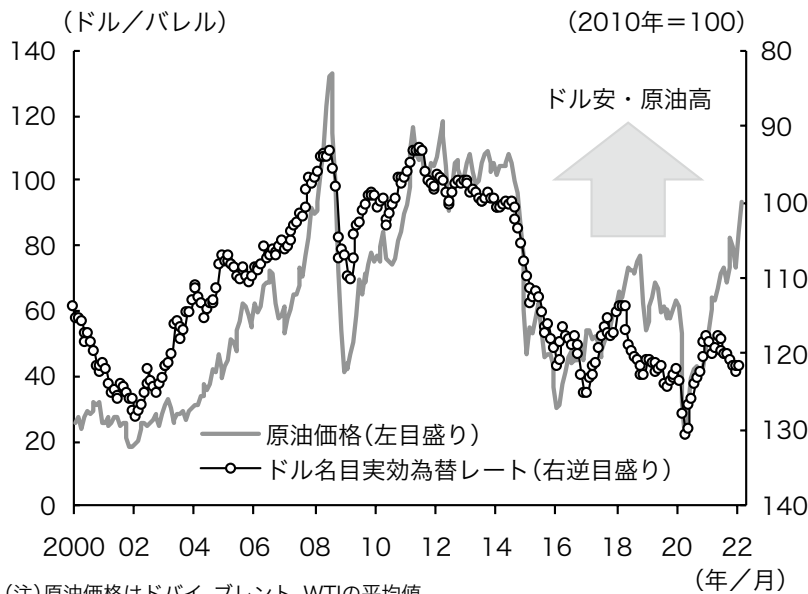
響を及ぼす。14年に燃料補助金をめぐる大胆な制度改革が断行されたため、燃料補助金の増加が当面の財政に与える影響は限定的であるが、燃料価格の抑制に向けたガソリン関連税率の引き下げ、食料や肥料などへの補助金の積み増し、低所得者・中小零細企業への支援増加といったインフレ対応策が積み重なれば、財政への影響は無視できないものになる。この他、新たな変異株の出現に伴う感染再拡大リスク、商業銀行の不良債権問題を背景とする金融不安定化リスクなども残存していることを踏まえると、景気は当面下振れリスクが大きい状況が続くと判断される。

構造改革進むか

こうした状況下、インド経済が自立性を高めていくには、以下を中心にさまざまな分野で構造改革を進める必要があるが、その実現には相応の時間が必要となる。

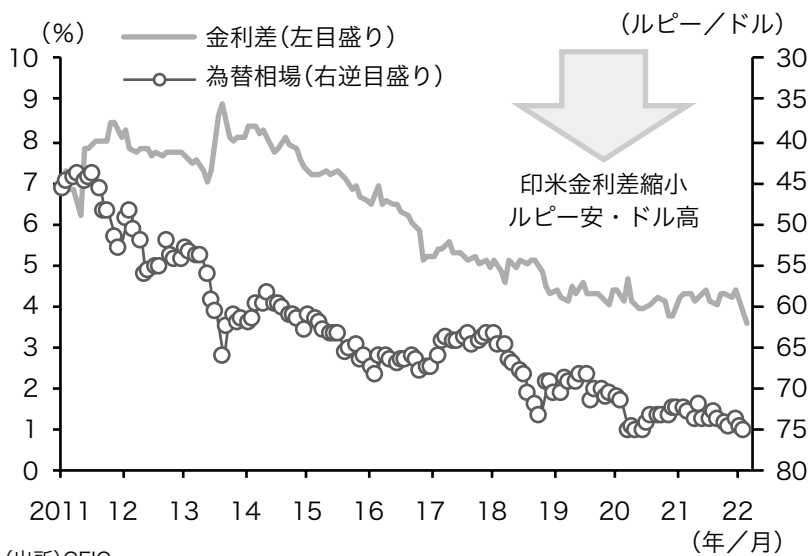
まず重要なのは、エネルギー効率の改善や再生可能エネルギーの導入拡大などを通じた原油の輸入依存度の引き下げである。しかし、新型コロナウイルス発生以降の家計の所得環境や企業の資金環境の悪化、政府の財政赤

〈図表5〉原油価格とドル名目実効為替レート



(注)原油価格はドバイ、ブレント、WTIの平均値。
(出所)World Bank, Bank for International Settlements

〈図表6〉インドと米国の国債2年物金利差と為替相場



(出所)CEIC

字や配電公社の赤字などを踏まえると、エネルギー効率が高い自動車や家電への買い替え、工場の省エネ化に向けた設備の更新、送電ロスの改善に向けたインフラ整備、といった取り組みがスムーズに進むとは考えにくい。さらに、太陽光・風力発電の需給安定化に必要な技術開発やグ

リーンアンモニア・水素の生産・輸送に必要なインフラ整備も途上にある。GHG(温室効果ガス)の削減に向けて石炭利用に対する規制が強まっていることを踏まえると、当面石油・ガスへの輸入依存が続かざるを得ない。

また、為替相場の安定性を確保す

るためには、製造業の発展を通じて貿易赤字を縮小していくことが必要となるが、こちらも容易ではない。モディ政権は、14年9月以降「メイク・イン・インディア」をキャッチフレーズとする製造業振興キャンペーンを展開しており、ビジネス環境の改善に向けて、各種手続きの一元

化・簡素化・オンライン化、GST(財・サービス税)の導入を通じた税制簡素化を含むさまざまな経済改革を実行した。また、20年には基準年からの販売額の増加にに応じて一定の奨励金を支給するPLIスキーム(Production-Linked Incentive Scheme)を導入した。

しかし、製造業にとって重要な生産要素である土地と労働に関する改革が遅れる中、製造業は政府が期待するペースで発展していない。また、RCEP(地域的な包括的経済連携)からの離脱に象徴される保護主義的な貿易政策を背景に、中国に代わる生産拠点としてインドよりもASEAN(東南アジア諸国連合)が注目を集めている。そのため、組立型輸出産業に属する多国籍企業のインド進出が進まなければ、貿易赤字を縮小させていくことは困難である。

この他、労働組合の根強い反対などを背景に国営企業の民営化や財政健全化に必要な改革にも遅れが目立つ。これらを踏まえると、インド経済は当面、外的な要因に左右されやすい状況が続くとみておく必要がある。